

相关报告

《宏观专题：稳中求进，推动内生动力持续增强》 2023-04-29

《宏观专题：修生养息 拥抱科技 蓄势待发》 2023-04-20

《宏观专题：聚焦重点，纵横结合，着力完善政府治理》 2023-03-15

联系人：马崑琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 【国内：经济复苏压力整体偏大，货币或配合财政拉动基建】

(1) 当前经济复苏压力偏大，一是工业仍处在被动去库周期。二是财力受限导致基建投资下滑，地产销售偏弱驱动新开工不足。三是积压外贸订单需求已逐步释放，转口贸易下滑。四是能源因素驱动通胀走低，短期可能仍有通缩压力。五是货币活化程度不高，居民加杠杆意愿不强。此外，社零商品结构呈现一定韧性，显示消费意愿有所回暖。

(2) 未来，财政层面，基建依赖下半年财政政策的加力，目前来看一种可能是财政会以特别国债的形式补充财力，另一种可能是财政或配合货币政策以“准财政”手段补充财力，例如使用PSL等结构性货币政策工具，但考虑到特别国债发行程序的繁琐，后者可能性更大。货币层面，2023Q1《货币政策执行报告》定调为“总量适度，节奏平稳”，结构性政策“聚焦重点，合理适度，有进有退”，未来M2增速可能会走低，结构性政策或更多以“准财政”手段为重点基建项目提供支持，短期社融或仍面临一定下探压力，而伴随基建投资与制造业投资逐步上量，社融增速有望维持平稳，二者剪刀差或逐步收敛。

● 【海外：美国经济呈现一定韧性，降息节奏延后】

整体上美国当前制造业周期或逐步探底，劳动力供给呈现出一定改善特征，就业市场表现出韧性，消费需求逐步趋稳，经济有触底企稳潜能，同时通胀层面住房因素带来一定粘性，使得市场对联储加息预期路径改变，预期由前期5.25%的高点抬升至5.5%，预计7月美联储将继续加息25BP，而步入降息的节奏则可能延后至年末，甚至2024年。

● 【权益资产：转向防御，适当博弈消费复苏】

(1) “中特估”概念的核心是“提振市场风险偏好”，但并无“业绩增长”逻辑作为支撑，因此4月中特股概念带动指数快速上冲后动能明显不足，于5月初达到顶峰。在经济弱复苏进一步确认后，市场的交易主线由前期“中特估”的进攻性转向防御品种，表现为业绩波动较小的“电力公用事业”以及估值较低的医药板块开始受到追捧，同时结合近期消费数据回暖，核心CPI趋稳的宏观背景，市场也有逐步博弈消费复苏的倾向，表现为汽车、电子领涨。

(2) 指数层面，尽管存在一定估值优势，但在经济复苏承压的背景下，市场风险偏好明显转向防御，而增量政策显得尤为重要，短期可能仍以震荡为主。板块层面，建议短期不介入中特估值板块；适当配置诸如电力公用事业、国防军工、医药等防御性品种；可以适当左侧博弈消费触底反弹受益的汽车、电子、轻工纺服等板块。

● 【债券资产：利率恐高，曲线或走平】

(1) 5月银行间市场杠杆率水平基本平稳，但资金利率快速下探，可能的原因是：(i) 5月债券供给相对较少，月内国债净融资仅767亿，较上月显著下降，地方债净融资5052亿，基本处在平稳水平(ii) 5月财政支出可能探底上行，释放了部分财政流动性(iii) 从票据利率的地位运转情况来看，5月整体信贷投放可能较为温和，超储消耗不高。进入月末，准备金考核叠加年度汇算清缴，资金利率有所上移。

(2) 曲线形态来看，在5月这一宽松周期中，短端受益十分明显，曲线持续牛陡；IRS1*5Y，IRS现券基差等相对价值品种快速收敛，而多头主导移仓下期货远月明显偏强，TS一度升水形成正套机会；但进入月末，伴随资金利率调整，市场“恐高”情绪开始扩散，出现了一定幅度的调整，但短端品种依然偏强。

(2) 6月资金面来看，央行宽松动作依然存疑，但财政或逐步加力，5月末票据上扬一定程度指向信贷的边际改善，资金利率有小幅上移的可能；基本面来看，5月PMI可能延续下移，偏弱的复苏力度依然会对多头有一定支撑，但从点位来看利率已经接近2022年前三季度的低点，利率进一步下探或需要经济动能下滑与货币政策宽松的合力驱动，利率或在2.7%附近形成下探阻力，并向上寻找支撑，这一过程中短端可能受到资金利率上移的冲击，曲线形态也可能会趋于平缓。

● 【汇率资产：美元强势或是阶段性的】

(1) 5月美国失业数据的韧性，通胀数据的粘性驱动美联储加息预期进一步走高，降息节奏进一步延后，叠加银行业风险问题影响全球市场的持币偏好，美元指数强劲反弹，主要非美货币对美元悉数贬值；这一过程中美债利率走高，而我国国债利率持续下行，美中利差继续上扬，人民币汇率贬值压力加大，美元兑人民币向上再度突破7关口。

(2) 6月来看，市场已经定价美联储加息路径，未来或还有一次25BP加息，但美国经济韧性尚不足以支撑经济的反弹，同时服务业的通胀粘性有所松动，通胀下行节奏可能边际加快；因此进入下半年，美联储仍将逐步转松，美元的强势可能是阶段性的，伴随联储加息触顶，美元或进入弱势周期，建议以黄金对冲美元与人民币的走弱压力。

● 【商品资产：全球工业周期仍待重启，商品或低位徘徊】

5月商品资产几乎全线下跌，能源、化工、有色金属均有较大跌幅；WTI原油，LME价格持续走低。供给层面，OPEC按计划减产但规模有限，库存来看，商业原油库存增速已经触顶下行，但对于油价的提振较为有限，其核心仍是以中美欧为代表的全球工业周期在持续走弱，能源需求放缓，表现为全球制造业PMI仍在低位，这一点与铜的走势逻辑相同；当前美国、欧洲加息周期延续，美欧现存的经济韧性也都不足以支撑经济周期的反转，预计在全球主要经济体进入降息稳增长周期前，商品价格仍会低位震荡。

● 【资产配置建议：股票20%；债券60%；商品20%】

风险提示：(1) 经济复苏存在不确定性 (2) 疫情影响仍有不确定性

内容目录

1. 国内：经济弱复苏的六条线索	6
1.1. 工业仍处在被动去库周期，增速回暖受基数驱动.....	6
1.2. 财力受限导致基建投资下滑，地产销售偏弱驱动新开工不足.....	7
1.3. 社零高增受基数驱动，商品结构显示消费意愿有所回暖.....	10
1.4. 积压外贸订单需求已逐步释放，转口贸易下滑.....	11
1.5. 能源因素驱动通胀走低，短期可能仍有通缩压力.....	12
1.6. 货币活化程度不高，居民加杠杆意愿不强.....	14
1.7. 小结：经济复苏压力偏大，货币或配合财政拉动基建.....	15
2. 国内：高频经济动态追踪	16
3. 海外：美国经济呈现韧性，降息节奏延后	18
4. 六月大类资产分析与展望	21
4.1. 权益资产观点：转向防御，适当博弈消费复苏.....	21
4.2. 债券资产观点：利率恐高，曲线或走平.....	23
4.3. 汇率资产观点：美元强势或是阶段性的.....	24
4.4. 商品资产观点：全球工业周期仍待重启，商品或低位徘徊.....	25
5. 大类资产配置	26
6. 风险提示	26

图表目录

图 1：我国制造业 PMI 数据.....	6
图 2：我国制造业 PMI 分项.....	6
图 3：我国工业增加值同比增速.....	6
图 4：我国工业增加值分项同比增速.....	6
图 5：我国工业企业库存周期.....	7
图 6：我国工业企业利润增速.....	7
图 7：我国工业细分利润对总利润同比拉动率.....	7
图 8：我国固定资产投资增速与分项增速.....	8
图 9：我国基建投资分项增速.....	8
图 10：我国基建相关财政资金支出增速与基建投资增速对比.....	9
图 11：我国地产投资完成额与新开工面积增速.....	9
图 12：我国地产新增固定资产与房屋竣工增速.....	9
图 13：我国社零同比与环比增速.....	10
图 14：我国社零城乡分项同比增速.....	10
图 15：我国消费同比增速以及分项拉动增速.....	10
图 16：我国出口金额与进口金额同比增速.....	11
图 17：按国别出口额对出口增速分项拉动率.....	11
图 18：按产品出口额对出口增速分项拉动率.....	11
图 19：我国 CPI 与核心 CPI 增速.....	12
图 20：我国 CPI 食品与猪肉价格同比增速.....	12
图 21：我国 CPI 分项对 CPI 同比增速的拉动率.....	13
图 22：我国 PPI 同比增速.....	13
图 23：我国主要商品价格与 PPI 同比增速.....	13
图 24：我国货币增长周期与 CPI 通胀周期.....	13
图 25：我国货币增长周期与 PPI 通胀周期.....	13

图 26: 我国 M2 与社融同比增速以及剪刀差	14
图 27: 我国 M1、M2 同比增速以及剪刀差	14
图 28: 我国社融与 M2 剪刀差与非银贷款增速	14
图 29: 我国四月新增人民币贷款结构	14
图 30: 我国票据融资占人民币贷款比重	15
图 31: 我国新增票据融资与新增未贴现汇票	15
图 32: 我国宏观经济周频景气指数	16
图 33: 我国生产资料价格指数与 PPI 同比	16
图 34: 我国高炉炼铁周频开工率	16
图 35: 我国焦化企业周频开工率	16
图 36: 我国秦皇岛港煤炭周频调度量	16
图 37: 我国石油沥青周频开工率	16
图 38: 我国螺纹钢与线材合计周频产量	17
图 39: 我国汽车半钢胎周频开工率	17
图 40: 我国涤纶长丝织机周频开工率	17
图 41: 我国 100 大中城成交土地占地面积	17
图 42: 我国主要城市二手房成交面积	17
图 43: 我国 30 大中城商品房成交面积	17
图 44: 我国乘用车当周日均销量	18
图 45: 我国电影票房当周收入值	18
图 46: 美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比	18
图 47: 美国四月制造业 PMI 分项	18
图 48: 美国失业率季调与持失业保险人群失业率	19
图 49: 美国 CPI 通胀分项对 CPI 增速拉动率	19
图 50: CME 利率期货对美联储加息路径预期	19
图 51: 欧元区制造业与服务业 PMI	20
图 52: 欧元区通胀情况	20
图 53: 五月中信细分行业涨跌幅统计	21
图 54: 五月中信细分行业市场情绪统计	21
图 55: 上证综指收盘价以及估值水平	22
图 56: 五月申万行业指数市盈率历史分位数	22
图 57: 近一个月央行净投放与资金利率	23
图 58: 近一个月央行净投放与资金利率	23
图 59: 近一个月央行净投放与资金利率	24
图 60: 我国国债收益率曲线关键期限变动	24
图 61: 近六年财政国库存款季节性变动	24
图 62: 五月 6M 普双国票据转贴现利率	24
图 63: 五月第四周收益率曲线关键期限变动	24
图 64: 10-1 利差历史分位数水平对比	24
图 65: 全球主要货币五月汇率变动	25
图 66: 美债-中债利率 (10Y) 与人民币汇率	25
图 67: WTI 原油与美国商业原油库存同比增速	25
图 68: 原油供需平衡差异与 OPEC 产量	25
图 69: 全球制造业 PMI 与 WTI 原油价格	26
图 70: LME 铜价与 LME 铜库存同比增速	26
图 71: 五月主要大宗商品涨跌幅统计	26

1. 国内：经济弱复苏的六条线索

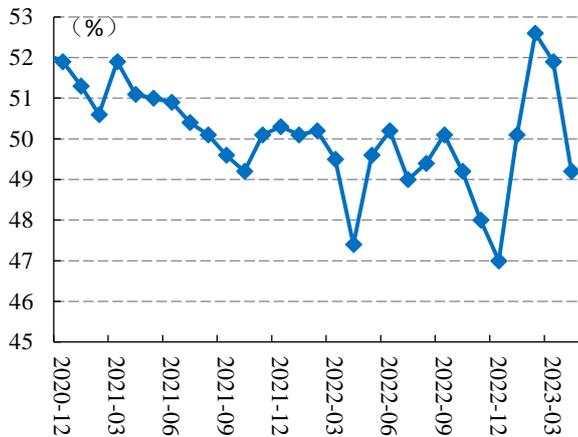
1.1. 工业仍处在被动去库周期，增速回暖受基数驱动

4月制造业复苏整体偏弱,PMI数据较3月大幅下行1.7%,分项上生产与需求两侧均偏弱,生产指数较前值回落4.4%,新订单指数较前值回落4.8%,新出口订单回落幅度2.8%,外需较内需回落幅度偏小,呈现一定韧性。

工业增加值方面,主要受去年同期基数较低影响4月同比增长5.6%,但两年平均增速仅有1.26%,同时环比增速-0.47%,显示工业生产依然偏弱;结构上,除制造业增加值在基数效应驱动下增速上行外,采矿业与电热燃水产供业均增速下行。

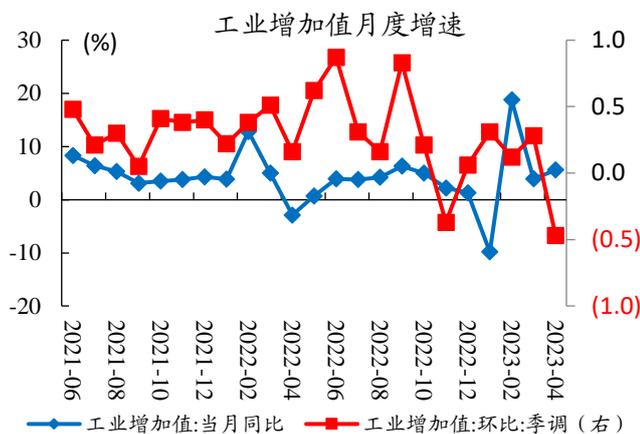
库存周期来看,当前原材料与产成品存货均处在下行周期,企业被动去库特征较为明显,一方面工业企业利润仍处在同比下滑区间,企业补库意愿不强;另一方面,中游需求偏弱使得企业仍有诸多存货需要出清,有色金属、化工、煤炭、汽车库存均有增长。从工业产业链对工业利润的拉动来看,制造业整体负贡献较大,尤其是化工产品、消费电子、汽车制造领域承压。

图 1：我国制造业 PMI 数据



资料来源：Wind，中原证券

图 3：我国工业增加值同比增速



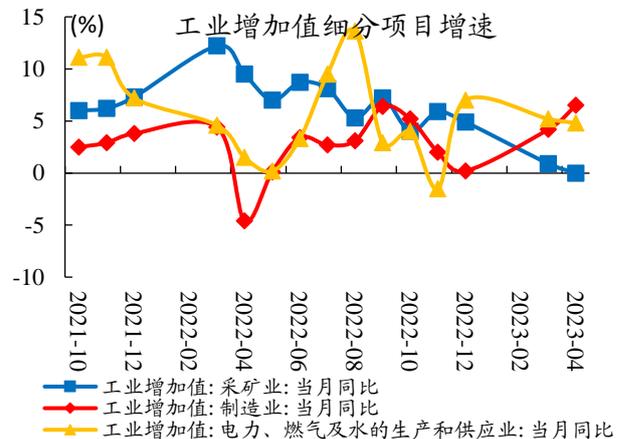
资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国制造业 PMI 分项

指标名称	2023-04	2023-03	变动
PMI	49.20	51.90	-2.7
生产	50.20	54.60	-4.4
产成品库存	49.40	49.50	-0.1
原材料库存	47.90	48.30	-0.4
采购量	49.10	53.50	-4.4
进口	48.90	50.90	-2.0
主要原材料购进价格	46.40	50.90	-4.5
出厂价格	44.90	48.60	-3.7
新订单	48.80	53.60	-4.8
新出口订单	47.60	50.40	-2.8
在手订单	46.80	48.90	-2.1
从业人员	48.80	49.70	-0.9
供货商配送时间	50.30	50.80	-0.5
生产经营活动预期	54.70	55.50	-0.8

资料来源：Wind，中原证券

图 4：我国工业增加值分项同比增速



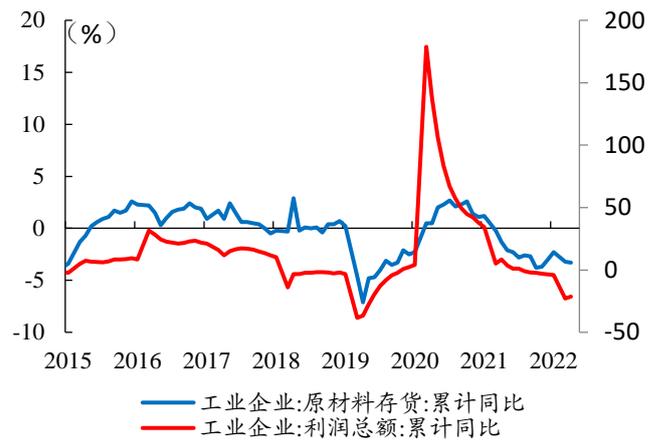
资料来源：Wind，中原证券

图 5：我国工业企业库存周期



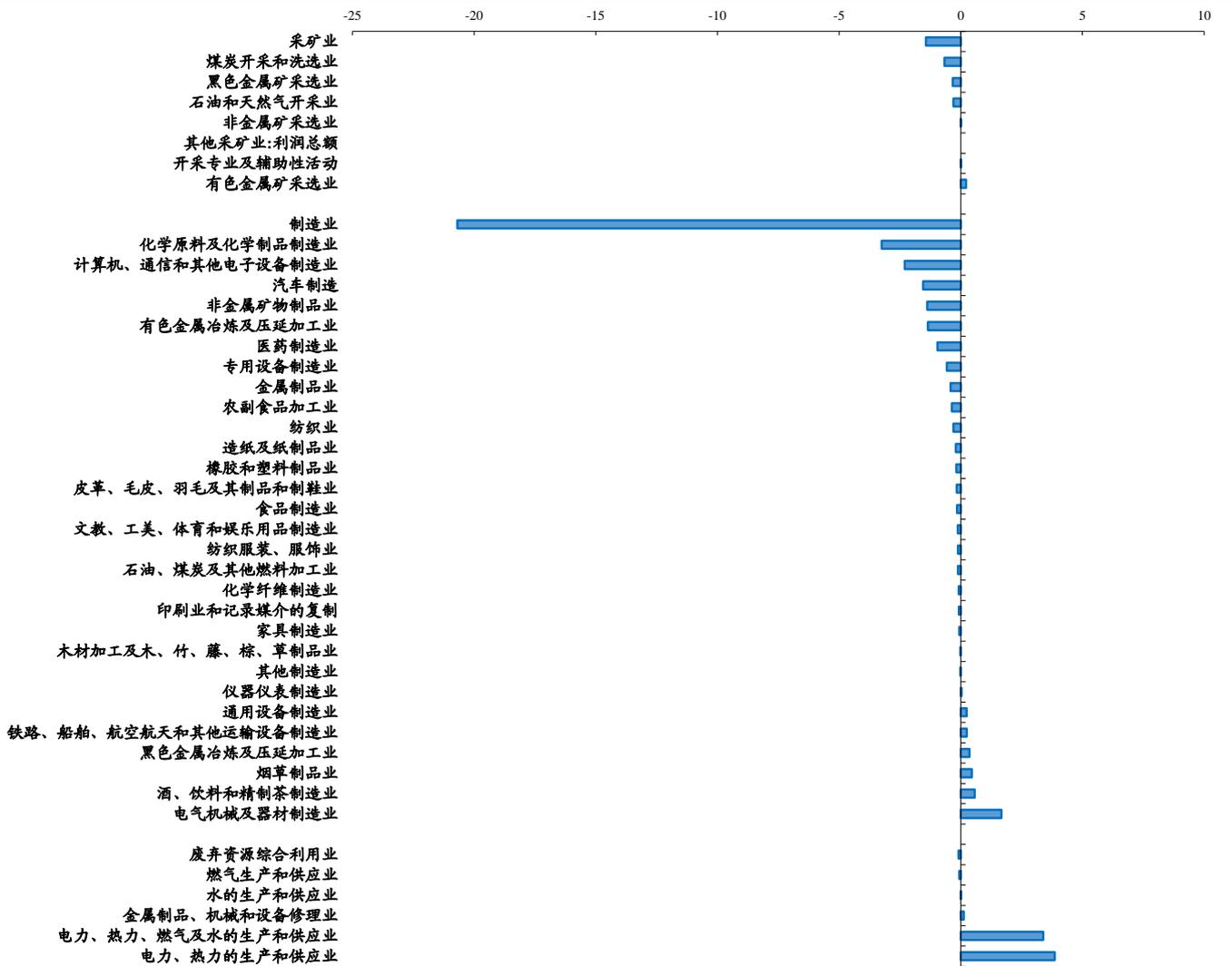
资料来源：Wind，中原证券

图 6：我国工业企业利润增速



资料来源：Wind，中原证券

图 7：我国工业细分利润对总利润同比拉动力



资料来源：Wind，中原证券

1.2. 财力受限导致基建投资下滑，地产销售偏弱驱动新开工不足

5月16日，我国4月固定资产投资数据公布，4月固定资产投资累计同比增长4.7%，较前值下滑0.4%；结构上制造业投资、基建投资增速双双下滑，地产投资增速仍然处在负增区

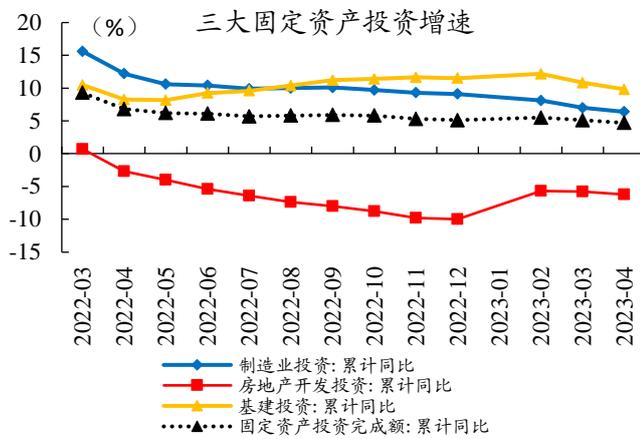
间且负增同比有所加快。基建内部，水利、交运投资增速走弱，电热燃水产供投资增速走强。

当前我国投资增速偏弱的核心逻辑有两条：一是建筑链不景气，基建投资在财力的约束下走弱；二是地产销售持续偏弱导致地产新开工投资有限。

对于第一条逻辑，我们将环保、城乡、农林、交运等领域的支出与政府性基金支出合并统计为基建相关支出资金，并于基建投资单月增速比较发现，基建相关财政资金领先基建投资大月一个季度且吻合度较高。自 2022 年下半年以来，受疫情等因素对财力冲击影响，财政在基建领域的支出力度持续走弱，2022 年三季度以来基建相关财政资金支出增速持续处在负增区间，最终传导至基建端表现为基建投资增速持续走低。当前经济复苏明显承压，基建作为逆周期调控手段仍有可能重启，因此依赖下半年财政政策的加力，目前来看一种可能是财政会以特别国债的形式补充财力，另一种可能是财政或配合货币政策以“准财政”手段补充财力，例如使用 PSL 等结构性货币政策工具；但考虑到特别国债发行程序的繁琐，后者可能性更大。

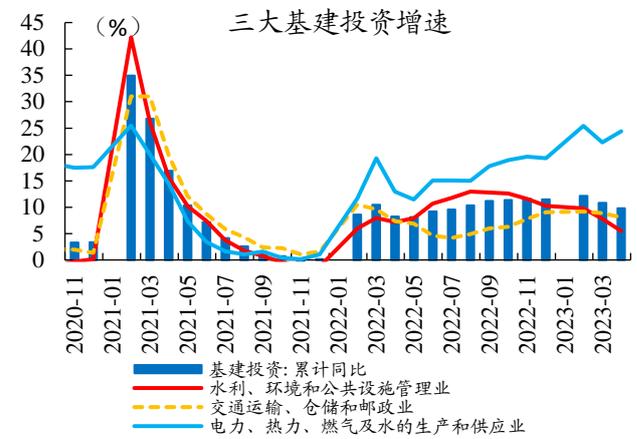
对于第二条逻辑，核心是地产销售压力较大，需求不足进一步传导至投资端，地产投资呈现出竣工高增但新开工不足的局面。从以往的地产周期来看，在销售面积探底的过程中，需要进一步宽松的地产与货币政策作为支持，当前居民部门中长贷仍然偏弱，若货币政策保持谨慎，居民部门加杠杆的意愿或仍然不足，地产销售至地产投资的传导逻辑可能延续。

图 8：我国固定资产投资增速与分项增速



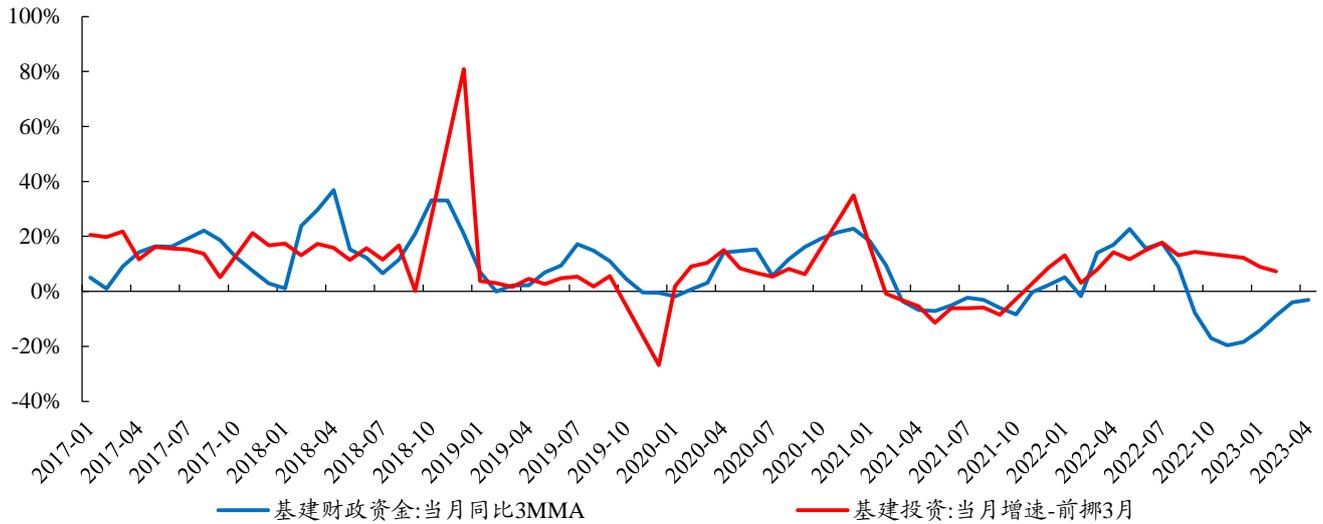
资料来源：Wind，中原证券

图 9：我国基建投资分项增速



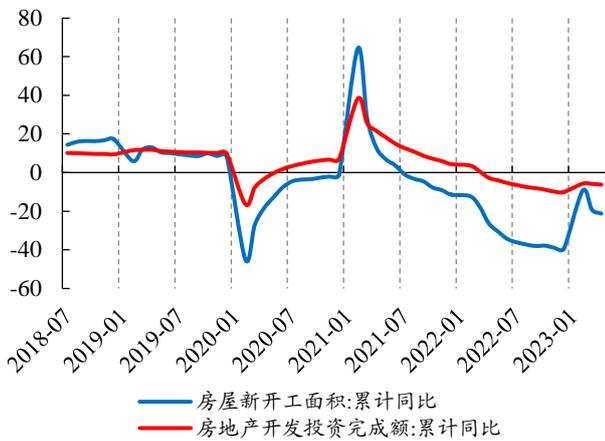
资料来源：Wind，中原证券

图 10: 我国基建相关财政资金支出增速与基建投资增速对比



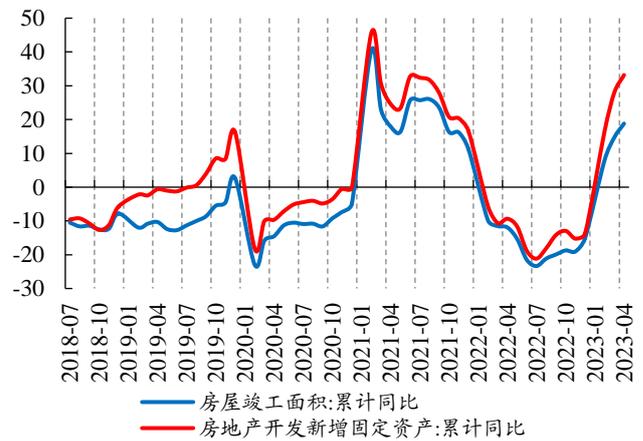
资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 我国地产投资完成额与新开工面积增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 我国地产新增固定资产与房屋竣工增速

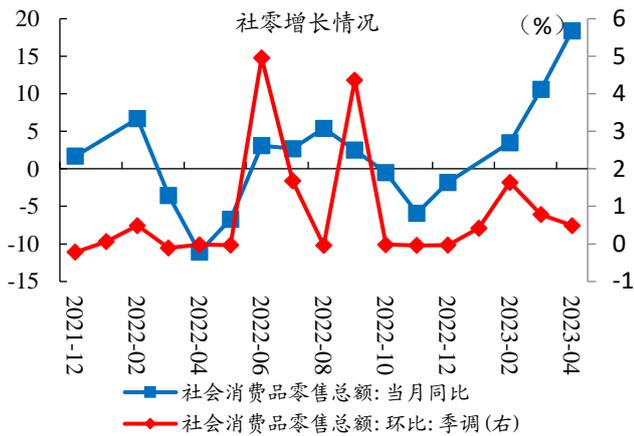


资料来源: Wind, 中原证券

1.3. 社零高增受基数驱动，商品结构显示消费意愿有所回暖

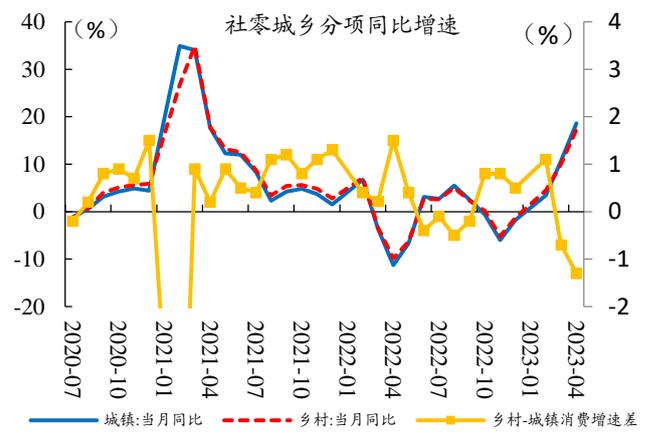
5月16日，我国4月社会消费品零售总额数据公布，受2022年4月基数较低驱动，4月社零当月同比增长18.4%，两年平均增长2.6%，环比增速延续下滑至0.49%。从城乡分项来看，或受收入预期改变以及乡村居民恩格尔系数更高影响，乡村消费增速已连续两个月低于城镇消费，且二者剪刀差有扩大趋势。从零售品结构对零售增速的拉动来看，汽车类、通讯器材类、饮料类消费对整体消费增速贡献较大，一方面或与中游制造厂商的降价去库策略相关，汽车与消费电子的补贴较有吸引力，另一方面居民部门的消费意愿可能在伴随着经济探底逐步回暖。

图 13：我国社零同比与环比增速



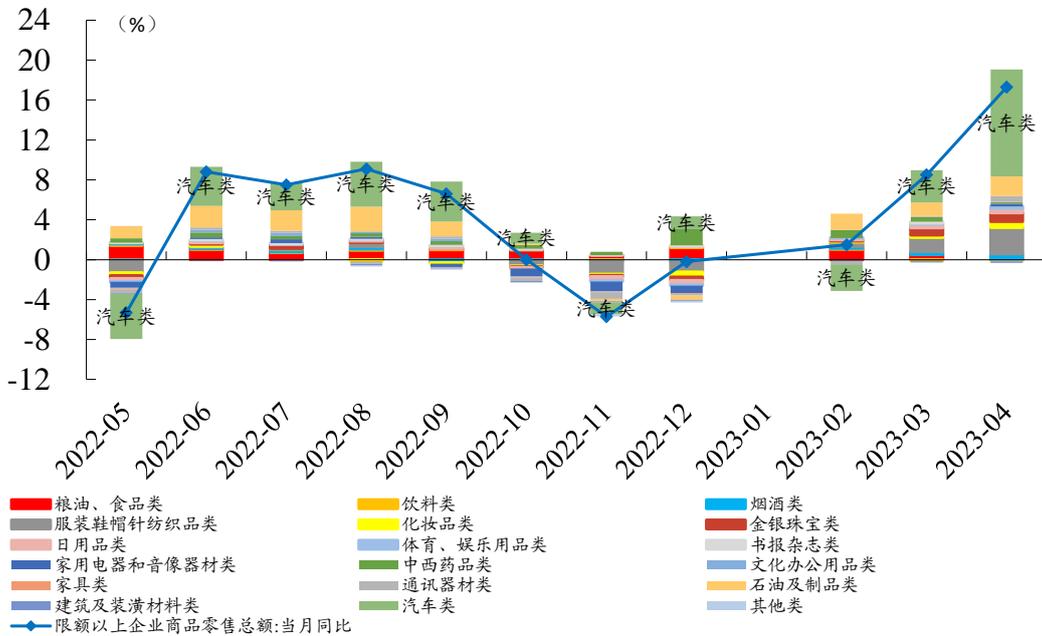
资料来源：Wind，中原证券

图 14：我国社零城乡分项同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 15：我国消费同比增速以及分项拉动增速



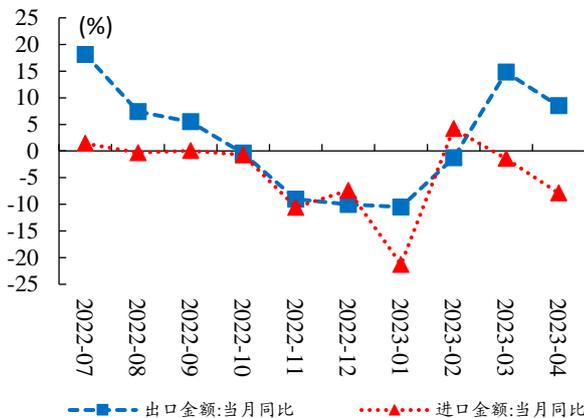
资料来源：Wind，中原证券

1.4. 积压外贸订单需求已逐步释放，转口贸易下滑

5月9日我国4月进出口数据公布，4月出口当月同比增长8.5%，较前值下降5.9%；进口金额当月同比增长-7.9%，较前值下降6.5%。

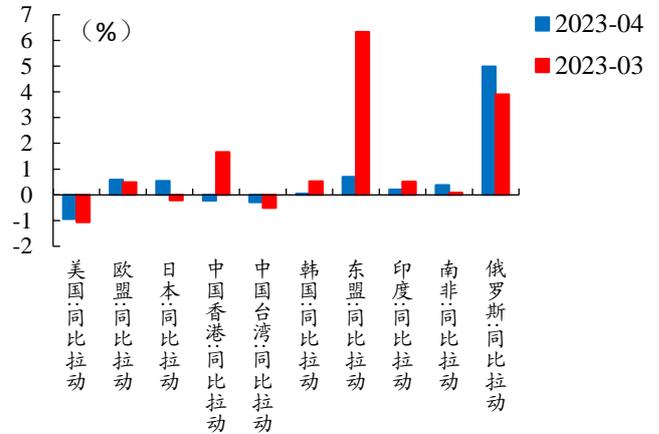
贸易摩擦背景下，我国诸多外贸订单以转口形式通过东盟以及香港输送，4月我国对东盟、香港地区出口额对总出口增速的拉动率大幅下滑，或反映我国积压的转口订单已得到释放。出口产品来看，机电产品、汽车与零部件均保持了较高增速，但箱包、塑料、纺织等劳动密集型产品出现下滑；前者反映了我国经济结构的转换，后者则与积压订单释放的逻辑保持一致，主要受我国开工滞后影响。

图 16: 我国出口金额与进口金额同比增速



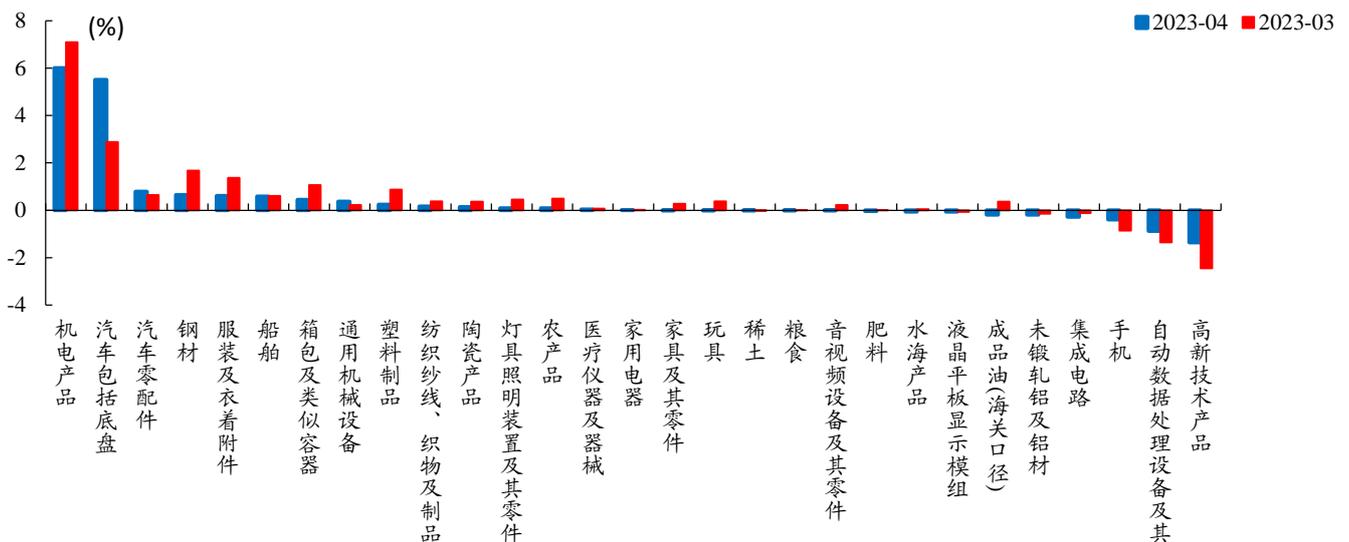
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 按国别出口额对出口增速分项拉动率



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 按产品出口额对出口增速分项拉动率



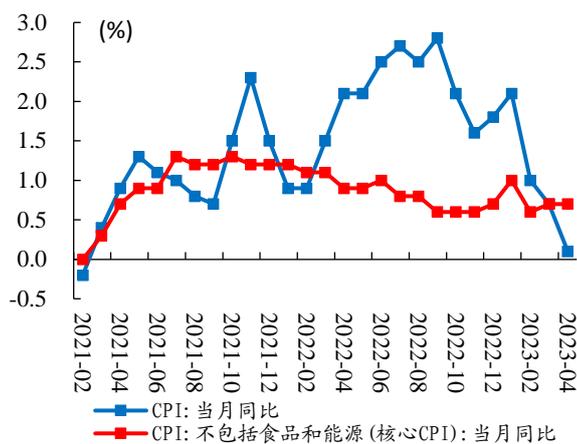
资料来源: Wind, 中原证券

1.5. 能源因素驱动通胀走低，短期可能仍有通缩压力

5月11日我国4月通胀数据公布，CPI同比增长0.1%，PPI同比增长-3.6%，双双下行。CPI来看，一方面CPI食品同比增速下滑，主要受猪肉价格同比增速下滑驱动；另一方面CPI食品增速下行幅度小于CPI整体，同时核心CPI保持稳定，反映出能源品价格下跌对CPI影响较大，同时下游消费仍有一定韧性，这一点从CPI分项对整体增速的拉动可以看出，表现为教育文娱、食品烟酒分项对CPI正向拉动明显，而交通与通信项则对CPI形成显著负向拉动。PPI来看，近期大宗商品尤其是油价持续下滑，全球工业周期仍在探底，对PPI形成持续压制。

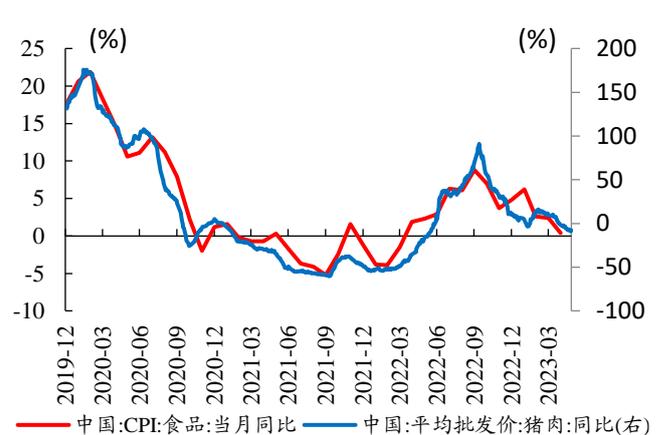
展望未来，CPI与PPI可能仍面临一定下行压力，一是由于2022年下半年猪价持续攀升，CPI后续仍面临一定同比下滑压力；二是油价的阶段性峰值出现在2022年年中，且工业去库周期仍未结束，PPI可能面临一定下滑压力。但长周期来看，通胀下行不必悲观，一是结构上核心CPI保持稳定，且CPI下行的核心贡献来自于交通通信项，这与4月能源类商品价格下行有关，也反映在PPI的持续下行中；二是从货币因素来看，货币扩张周期通常领先通胀周期一年左右，2022年下半年以来的货币扩张尚未传导至通胀，主要受到当前投资消费需求偏弱影响，但目前已经看到部分消费回暖迹象，表现在CPI文娱分项增长较强。

图 19：我国 CPI 与核心 CPI 增速



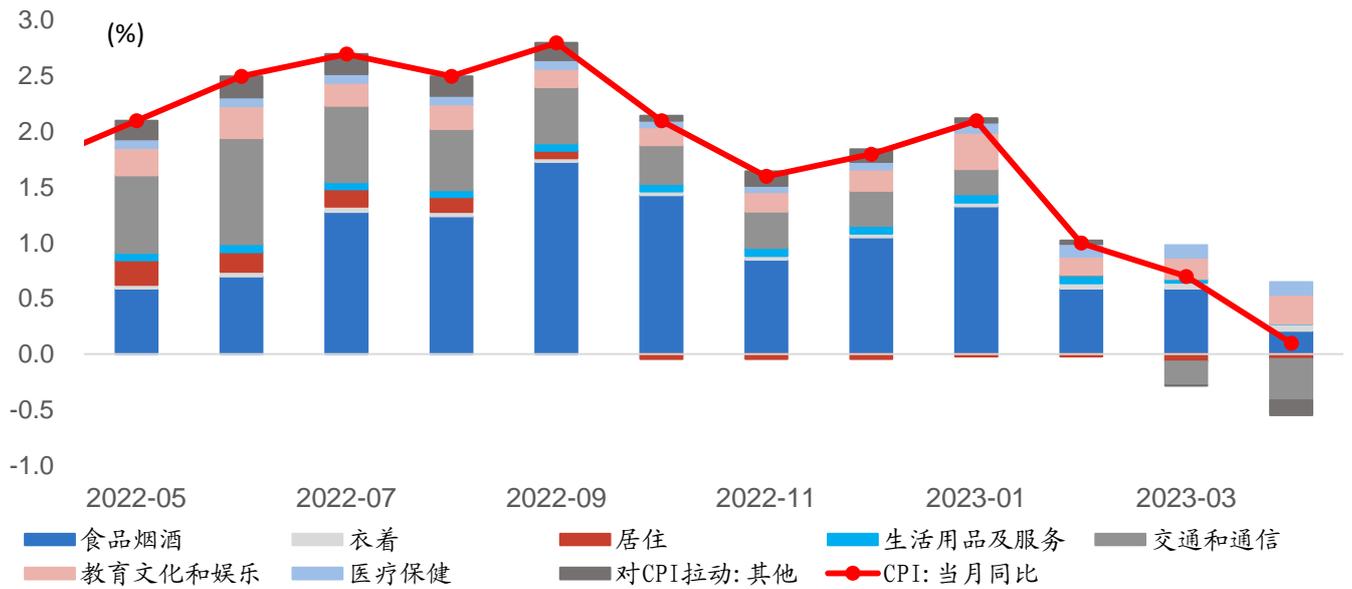
资料来源：Wind，中原证券

图 20：我国 CPI 食品与猪肉价格同比增速



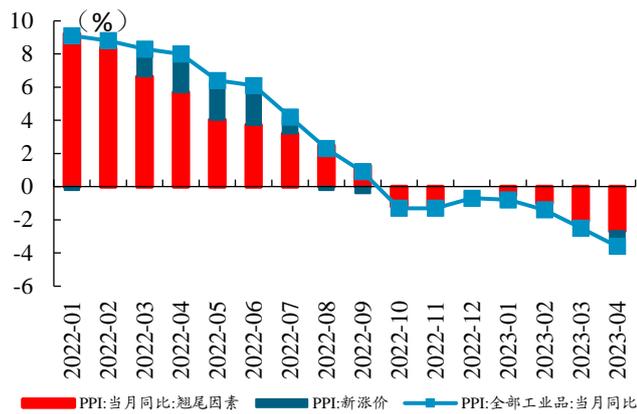
资料来源：Wind，中原证券

图 21: 我国 CPI 分项对 CPI 同比增速的拉动率



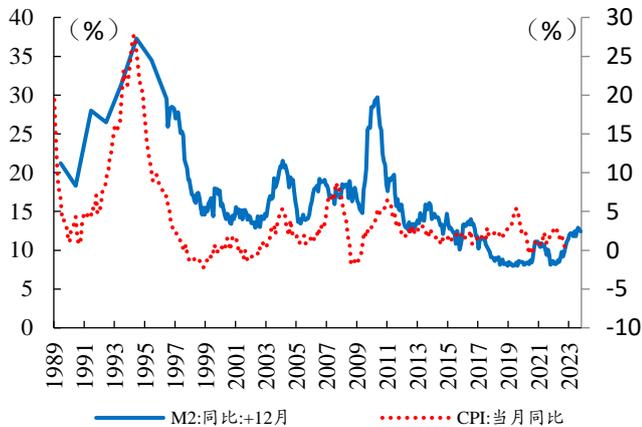
资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 我国 PPI 同比增速



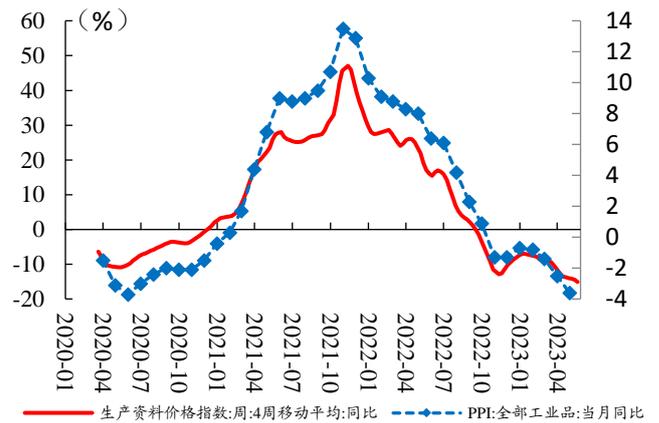
资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 我国货币增长周期与 CPI 通胀周期



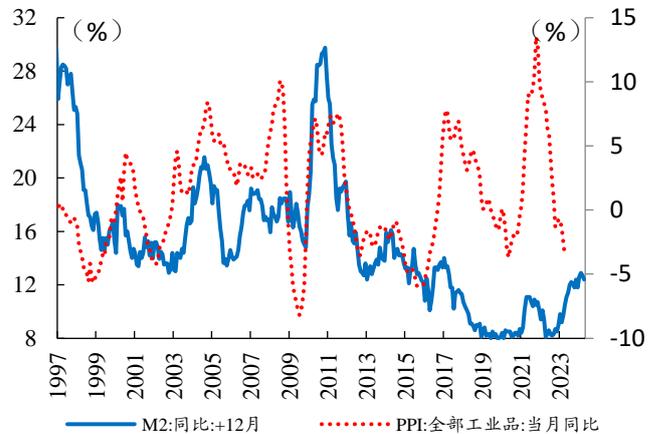
资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 我国主要商品价格与 PPI 同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 25: 我国货币增长周期与 PPI 通胀周期



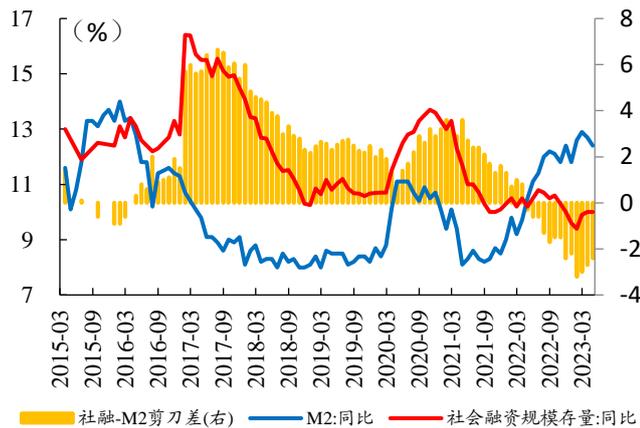
源: Wind, 中原证券

1.6. 货币活化程度不高，居民加杠杆意愿不强

5月11日，我国M2与社融数据公布，4月M2同比增长12.4%，较前值下滑0.3%，社融存量同比增速10%，与前值持平。总量上，社融与M2剪刀差，M2与M1剪刀差均持续偏高，一方面反应资金空转仍在延续，表现为非银贷款增速较高，另一方面企业存款活化程度偏低，多数趴在账上。信贷结构上票据融资占比仍接近两成，显示银行冲票行为旺盛，信贷需求偏弱，同时企业出票量也连续4个月负增长；相较去年同期，居民短贷、中长贷进一步下滑，主要与近期地产链不景气、耐用品消费偏弱相关；但同时也注意到企业中长贷有较大规模增长，或与近期结构性货币政策的导向有关，流向基建制造业部门。

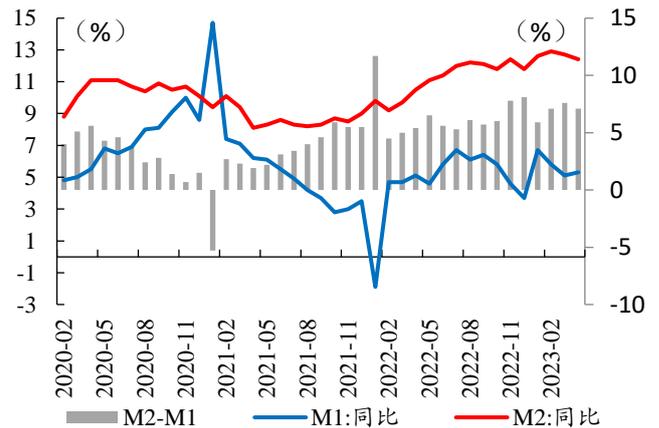
持续高增的M2并未带来社融中枢的抬升，反而推动了资金空转，同时企业存款活化程度不高；2023Q1《货币政策执行报告》定调为“总量适度，节奏平稳”，结构性政策“聚焦重点，合理适度，有进有退”，展望未来，M2增速可能会逐步走低，结构性政策可能更多以“准财政”手段为重点基建项目提供支持，短期社融或仍面临一定下探压力，而伴随基建投资与制造业投资逐步上量，社融增速有望维持平稳，二者剪刀差或逐步收敛。

图 26：我国 M2 与社融同比增速以及剪刀差



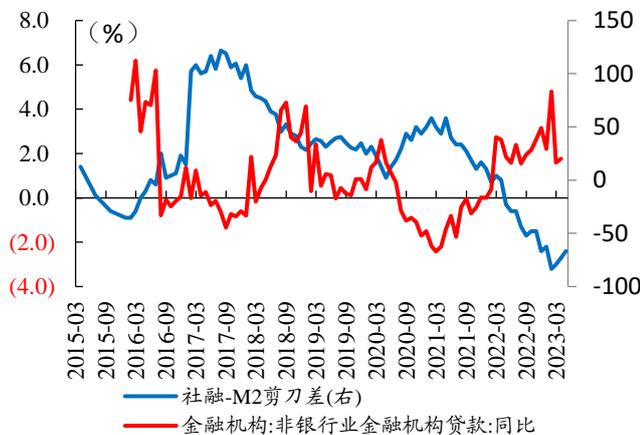
资料来源：Wind，中原证券

图 27：我国 M1、M2 同比增速以及剪刀差



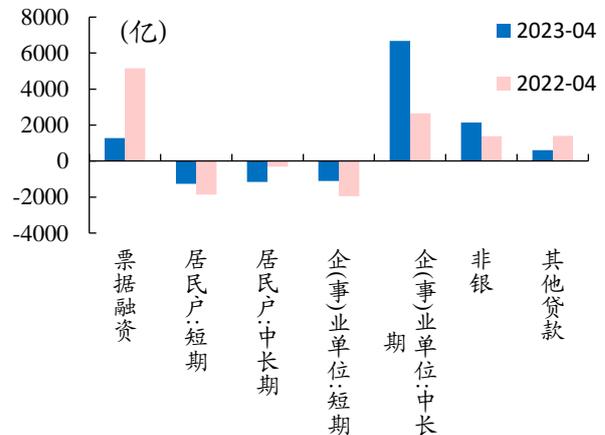
资料来源：Wind，中原证券

图 28：我国社融与 M2 剪刀差与非银贷款增速



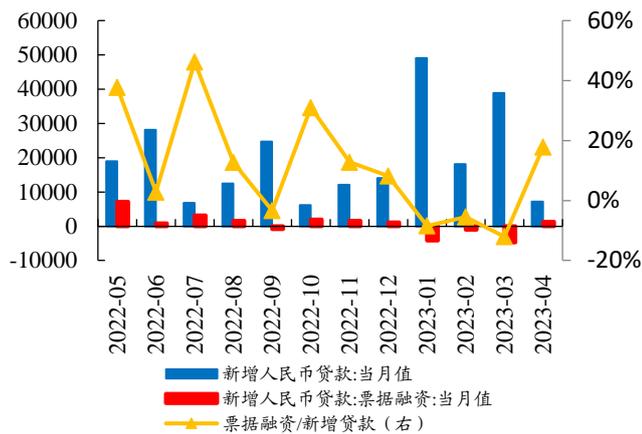
资料来源：Wind，中原证券

图 29：我国四月新增人民币贷款结构



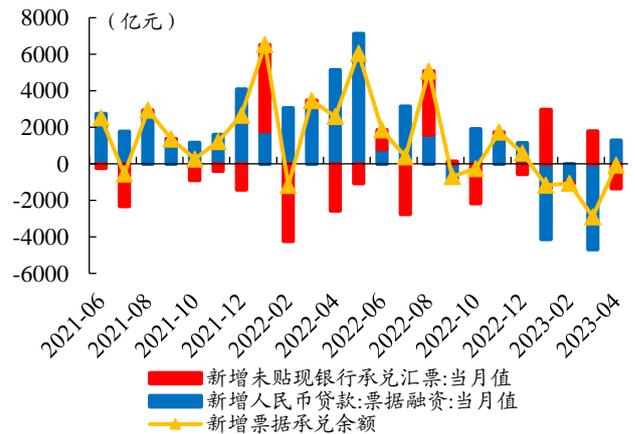
资料来源：Wind，中原证券

图 30：我国票据融资占人民币贷款比重



资料来源：Wind，中原证券

图 31：我国新增票据融资与新增未贴现汇票



资料来源：Wind，中原证券

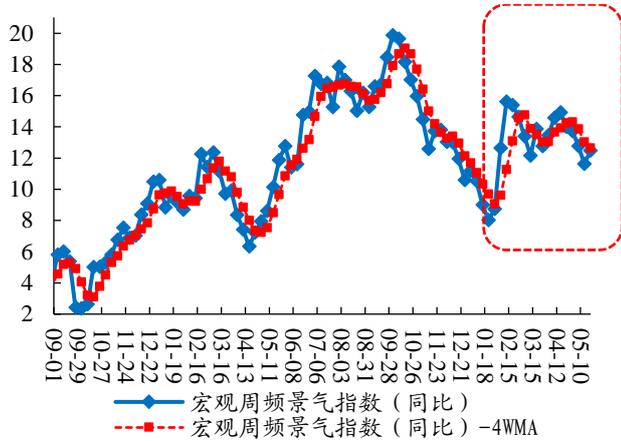
1.7. 小结：经济复苏压力偏大，货币或配合财政拉动基建

当前经济整体复苏压力偏大，一是工业仍处在被动去库周期。二是财力受限导致基建投资下滑，地产销售偏弱驱动新开工不足，前者依赖财政，后者若货币保持谨慎，这一逻辑可能持续。三是积压外贸订单需求已逐步释放，转口贸易下滑。四是能源因素驱动通胀走低，短期可能仍有通缩压力。五是货币活化程度不高，居民加杠杆意愿不强。除此外，社零的商品结构则呈现出一定韧性，显示消费意愿出现一定回暖。

财政层面，基建依赖下半年财政政策的加力，目前来看一种可能是财政会以特别国债的形式补充财力，另一种可能是财政或配合货币政策以“准财政”手段补充财力，例如使用 PSL 等结构性货币政策工具，但考虑到特别国债发程序的繁琐，后者可能性更大。**货币层面**，2023Q1《货币政策执行报告》定调为“总量适度，节奏平稳”，结构性政策“聚焦重点，合理适度，有进有退”，未来 M2 增速可能会走低，结构性政策或更多以“准财政”手段为重点基建项目提供支持，短期社融或仍面临一定下探压力，而伴随基建投资与制造业投资逐步上量，社融增速有望维持平稳，二者剪刀差或逐步收敛。

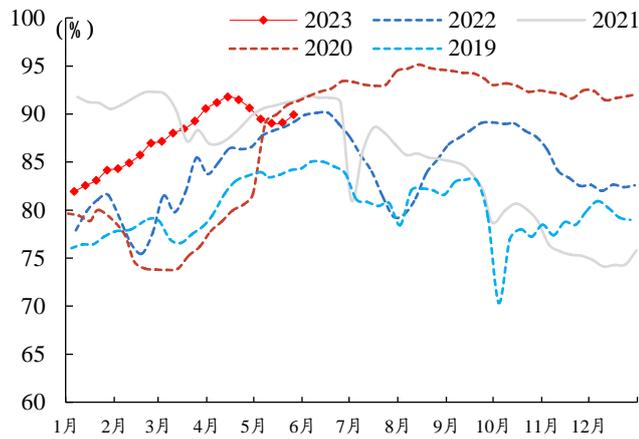
2. 国内：高频经济动态追踪

图 32：我国宏观经济周频景气指数



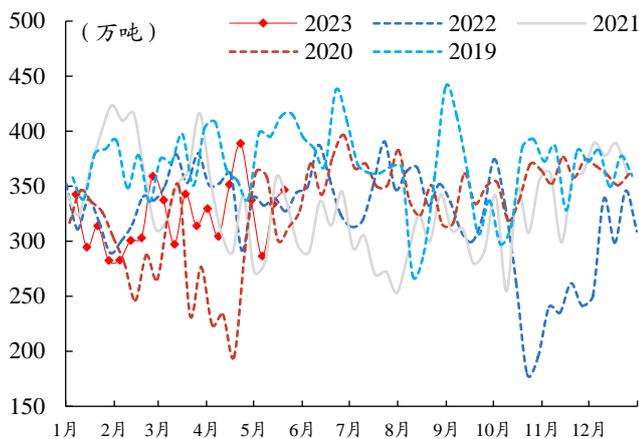
资料来源：Wind，中原证券编制

图 34：我国高炉炼铁周频开工率



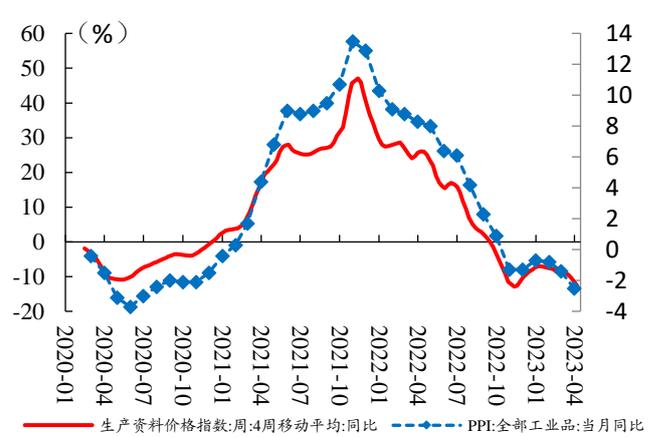
资料来源：Wind，中原证券

图 36：我国秦皇岛港煤炭周频调度量



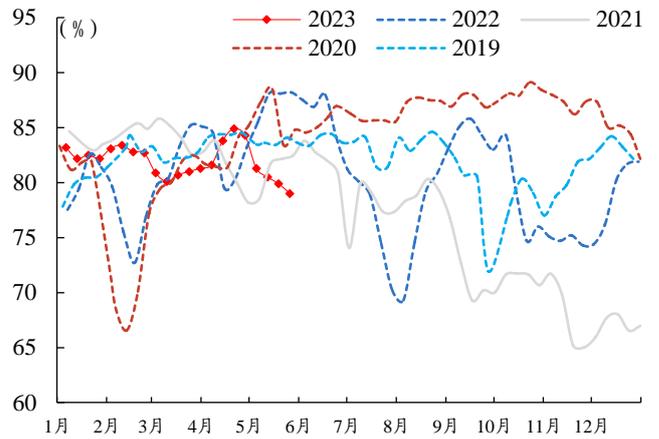
资料来源：Wind，中原证券

图 33：我国生产资料价格指数与 PPI 同比



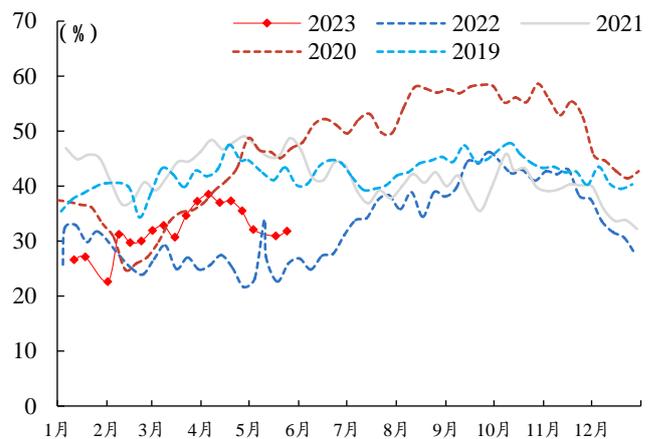
资料来源：Wind，中原证券

图 35：我国焦化企业周频开工率



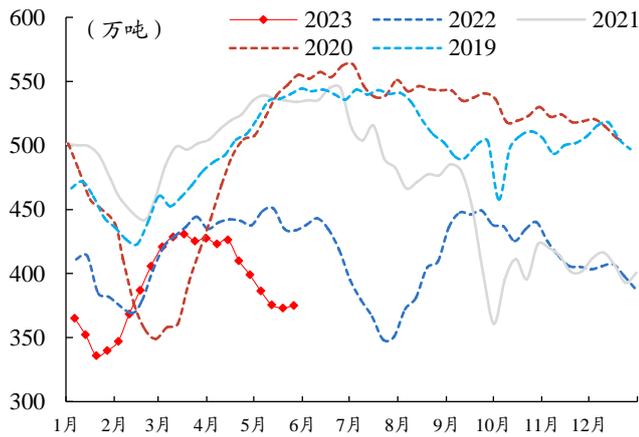
资料来源：Wind，中原证券

图 37：我国石油沥青周频开工率



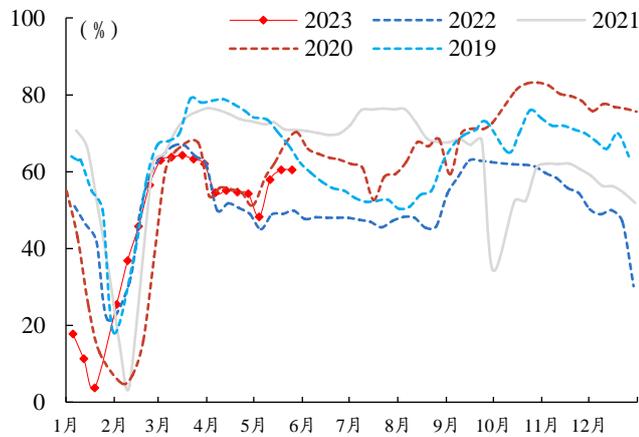
资料来源：Wind，中原证券

图 38: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



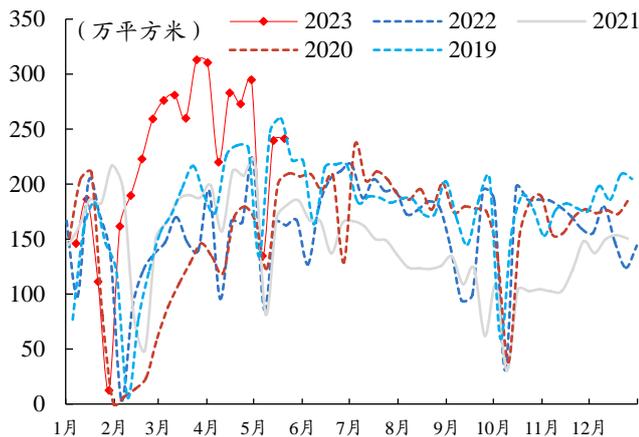
资料来源: Wind, 中原证券

图 40: 我国涤纶长丝织机周频开工率



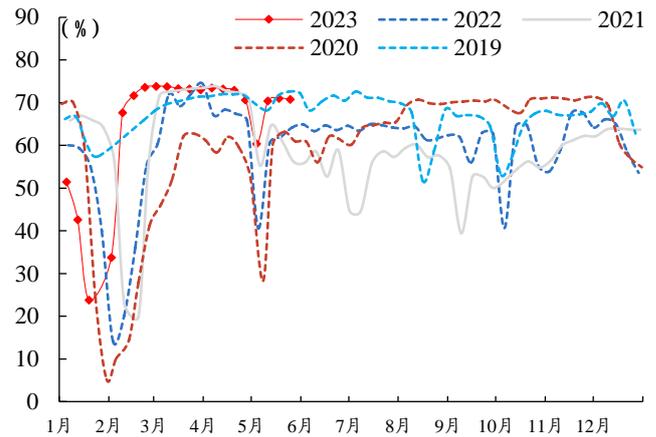
资料来源: Wind, 中原证券

图 42: 我国主要城市二手房成交面积



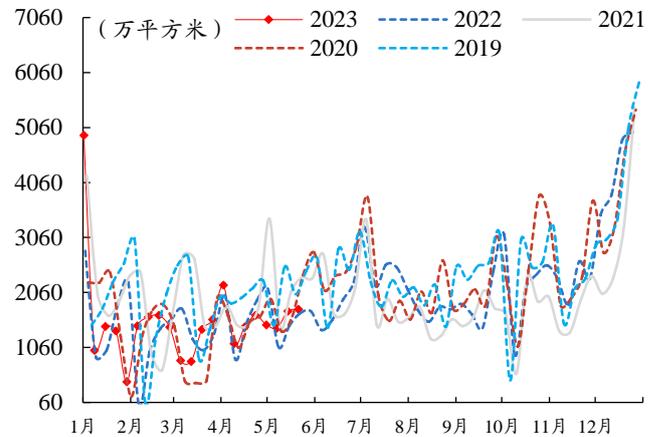
资料来源: Wind, 中原证券

图 39: 我国汽车半钢胎周频开工率



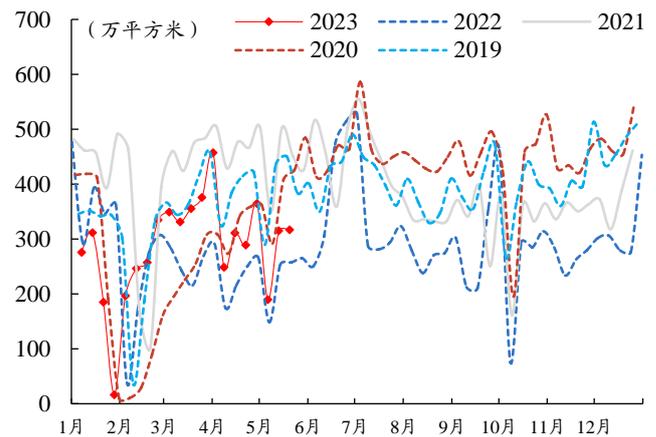
资料来源: Wind, 中原证券

图 41: 我国 100 大中城成交土地占地面积



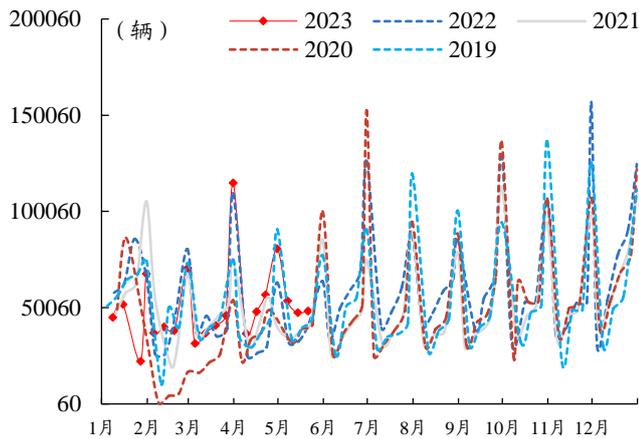
资料来源: Wind, 中原证券

图 43: 我国 30 大中城商品房成交面积



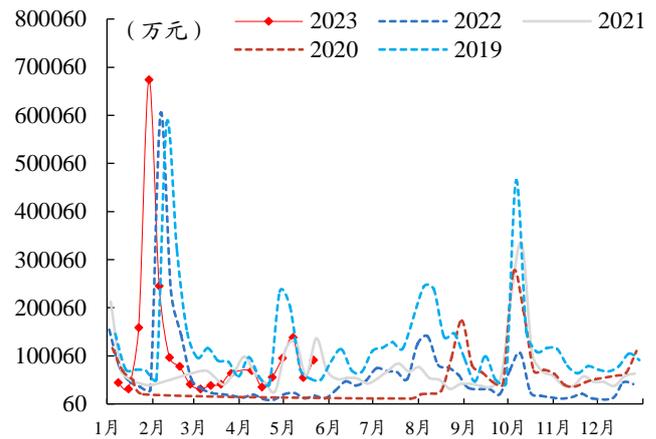
资料来源: Wind, 中原证券

图 44：我国乘用车当周日均销量



资料来源：Wind，中原证券

图 45：我国电影票房当周收入值



资料来源：Wind，中原证券

3. 海外：美国经济呈现韧性，降息节奏延后

5月1日,美国公布制造业 PMI 数据,4月制造业 PMI 录得 47.1%,较前值小幅反弹 0.8%,结构上就业状况改善明显,新出口订单改善幅度好于新订单,库存有进一步压缩。5月5日美国公布就业数据,新增非农就业 253 千人,显著高于市场预期,失业率进一步回落至 3.4%,注意到失业数据与高频的救济金领取数据出现一定背离,或由经济承压背景下领取条件放宽所致。5月10日美国公布通胀数据,4月 CPI 同比增长 4.9%,较前值小幅下行 0.1%,整体仍然呈现出一定粘性,从分项拉动情况来看,住房租金贡献偏高,但服务业通胀粘性明显改善,前者或与近期美国商业地产承压,购置需求转移至租住需求相关,后者或代表劳动力供给改善。

从 5 月月内高频数据来看,美国红皮书商业零售指数趋于稳定,或反映消费品市场开始回暖,救济金在放宽领取的条件下增高的意义变小。

整体上美国当前制造业周期或逐步探底,劳动力供给呈现出一定改善特征,就业市场表现出韧性,消费需求逐步趋稳,经济有触底企稳的潜能,与此同时通胀层面住房因素也带来一定粘性,使得市场对美联储加息的预期路径有所改变,预期由前期 5.25% 的高点抬升至 5.5%,预计 7 月美联储将继续加息 25BP,而步入降息的节奏则可能延后至年末,甚至 2024 年。

图 46：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比

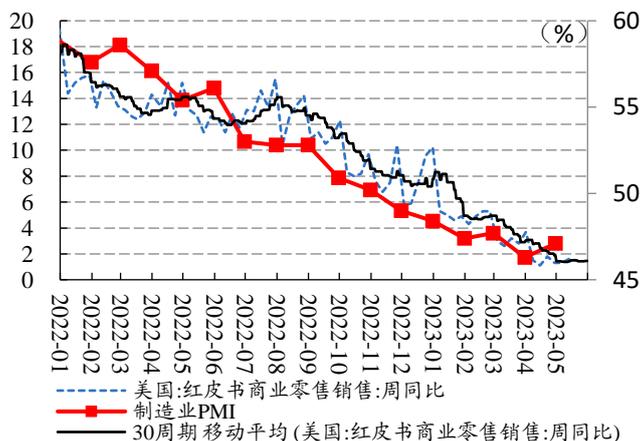
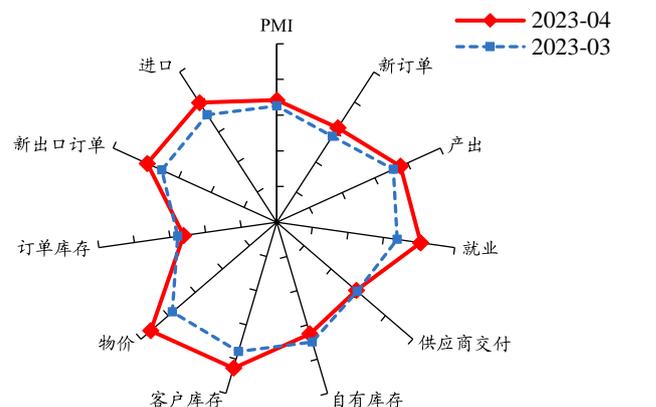
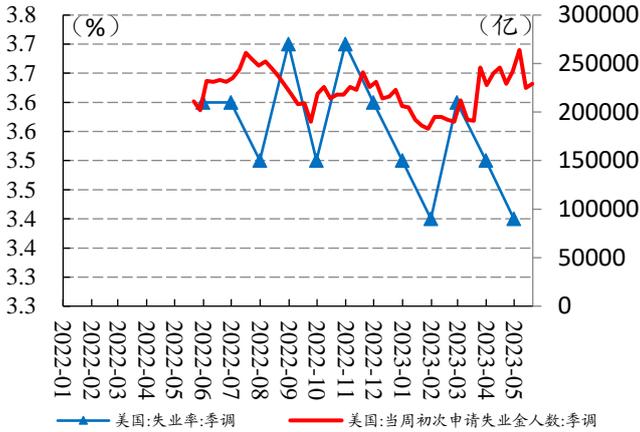


图 47：美国四月制造业 PMI 分项



资料来源: Wind, 中原证券

图 48: 美国失业率季调与持失业保险人群失业率



资料来源: Wind, 中原证券

图 50: CME 利率期货对美联储加息路径预期

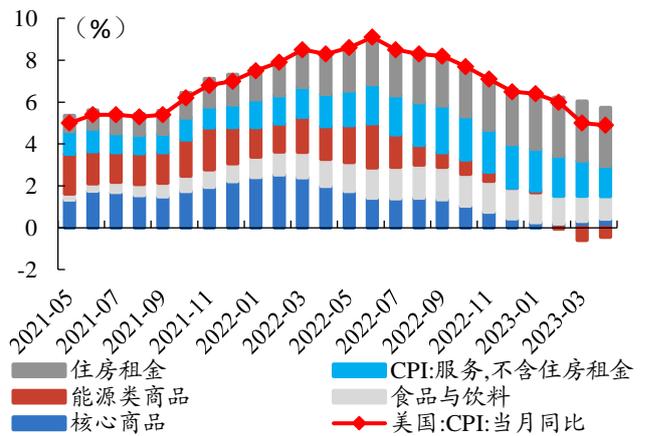
MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	61.1%	38.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.4%	48.3%	16.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	38.6%	40.3%	12.3%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	27.5%	39.7%	22.7%	4.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	18.5%	34.7%	29.7%	12.0%	1.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	13.7%	29.5%	31.3%	17.6%	5.1%	0.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	11.4%	26.4%	30.9%	20.3%	7.6%	1.5%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	12.2%	26.6%	30.3%	19.6%	7.2%	1.4%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	8.3%	21.0%	28.9%	23.8%	12.1%	3.7%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.2%	7.1%	18.6%	27.4%	24.7%	14.3%	5.3%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.6%	3.9%	12.4%	22.7%	26.2%	19.9%	10.1%	3.4%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.5%	3.4%	11.1%	21.2%	25.7%	20.9%	11.6%	4.4%	1.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 中原证券

欧元区方面, 5月2日欧元区公布PMI数据, 4月制造业PMI录得45.8%, 较前值进一步下滑1.5%, 服务业PMI录得55.9%, 延续高位运行。注意到制造业PMI与服务PMI大幅背离, 欧元区服务业表现较好, 与近期消费需求逐步回温, 供应链状况改善, 消费者信心有所提振有关。5月17日欧元区公布4月通胀数据, 4月欧元区调和CPI录得7%, 较前值进一步小幅上涨0.1%, 核心CPI录得5.6%, 较前值小幅下滑, 整体通胀粘性依然较强, 因此ECB依然保持加息态度。

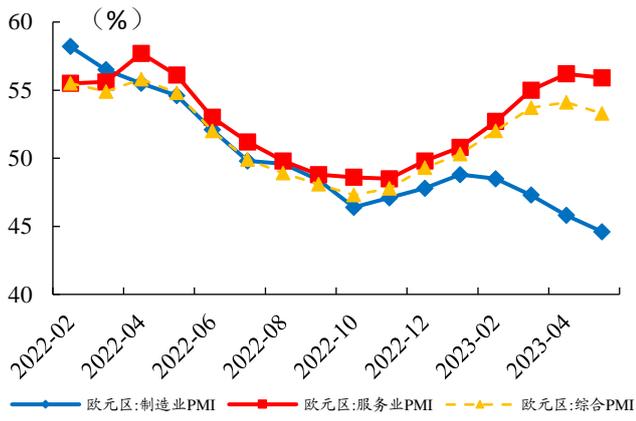
资料来源: Wind, 中原证券

图 49: 美国 CPI 通胀分项对 CPI 增速拉动率



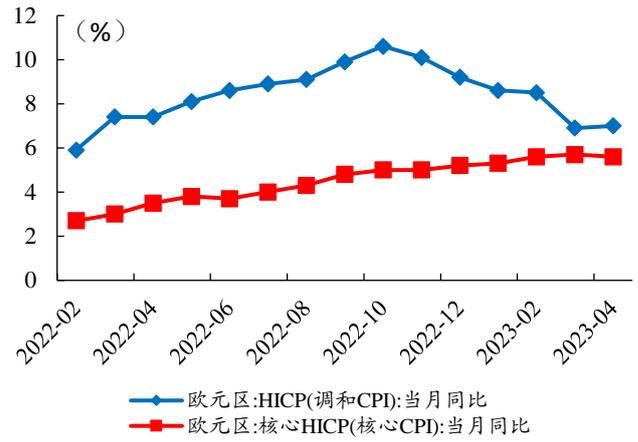
资料来源: CME, 中原证券

图 51：欧元区制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，中原证券

图 52：欧元区通胀情况



资料来源：Wind，中原证券

4. 六月大类资产分析与展望

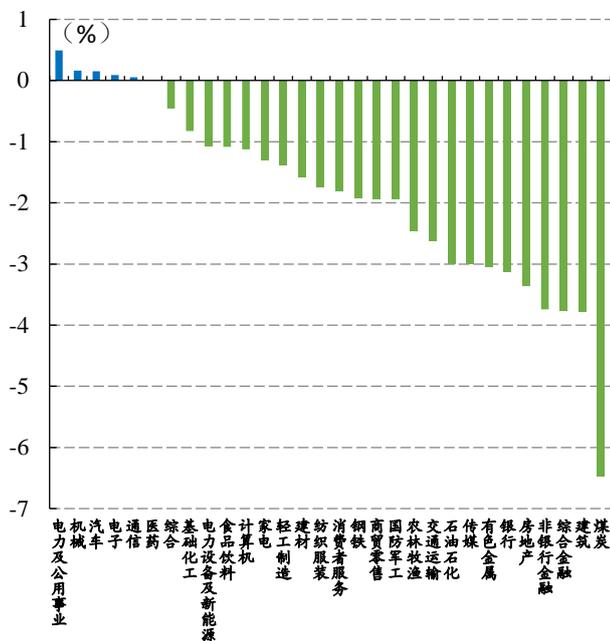
4.1. 权益资产观点：转向防御，适当博弈消费复苏

5月电力公用事业，机械，汽车板块领涨，煤炭，建筑，非银板块领跌；交易热度上，TMT、电力公用事业板块依然拥挤度较高，食品饮料交易热度较低，银行、非银等中特估概念交易热度较上月显著下滑。

回顾来看，“中特估”概念的核心是“提振市场风险偏好”，但并无“业绩增长”逻辑作为支撑，因此4月中特股概念带动指数快速上冲后动能明显不足，于5月初达到顶峰。在经济弱复苏进一步确认后，市场的交易主线由前期“中特估”的进攻性转向防御品种，表现为业绩波动较小的“电力公用事业”以及估值较低的医药板块开始受到追捧，同时结合近期消费数据回暖，核心CPI趋稳的宏观背景，市场也有逐步博弈消费复苏的倾向，表现为汽车、电子领涨。

指数层面，尽管存在一定估值优势，但在经济复苏承压的背景下，市场风险偏好明显转向防御，而增量政策显得尤为重要，短期可能仍以震荡为主。板块层面，建议短期不介入中特估板块；适当配置诸如电力公用事业、国防军工、医药等防御性品种；可以适当左侧博弈消费触底反弹受益的汽车、电子、轻工纺服等板块。

图 53：五月中信细分行业涨跌幅统计



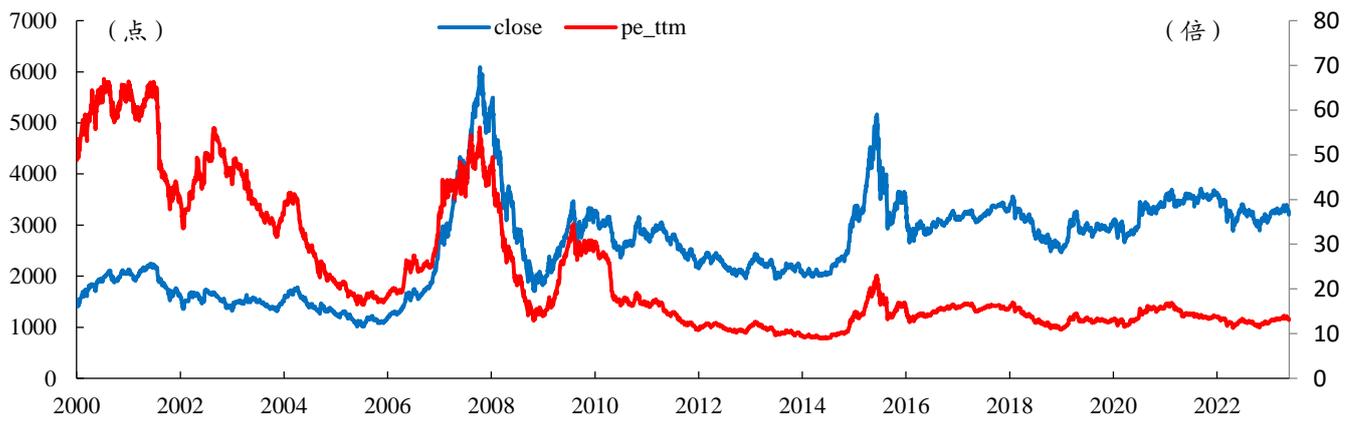
资料来源：Wind，中原证券

图 54：五月中信细分行业市场情绪统计

换手分位数水平	2023-05-26	2023-04-28	成交额分位数	2023-05-26	2023-04-28
消费者服务	86%	94%	传媒	94%	100%
传媒	83%	100%	通信	92%	92%
电力及公用事业	75%	56%	计算机	91%	96%
通信	69%	75%	电力及公用事业	89%	70%
建筑	65%	93%	机械	87%	87%
房地产	64%	68%	消费者服务	81%	96%
机械	60%	63%	电子	73%	85%
计算机	58%	87%	建筑	72%	96%
银行	55%	90%	电力设备及新能源	63%	65%
综合金融	49%	26%	汽车	61%	54%
电力设备及新能源	47%	36%	煤炭	54%	57%
家电	43%	78%	国防军工	48%	75%
国防军工	41%	70%	商贸零售	48%	92%
汽车	40%	47%	石油石化	47%	85%
石油石化	37%	84%	纺织服装	42%	65%
医药	37%	71%	医药	40%	74%
煤炭	33%	38%	基础化工	34%	51%
商贸零售	31%	85%	有色金属	31%	49%
纺织服装	31%	53%	银行	29%	88%
电子	25%	38%	综合金融	28%	63%
非银行金融	20%	83%	非银行金融	27%	88%
钢铁	12%	30%	轻工制造	24%	76%
建材	9%	18%	交通运输	19%	71%
交通运输	8%	73%	家电	17%	66%
综合	8%	33%	食品饮料	15%	65%
农林牧渔	6%	26%	钢铁	11%	31%
有色金属	6%	31%	农林牧渔	9%	25%
基础化工	3%	18%	建材	8%	21%
轻工制造	3%	42%	房地产	4%	17%
食品饮料	1%	48%	综合	2%	5%

资料来源：Wind，中原证券

图 55：上证综指收盘价以及估值水平



资料来源：Wind，中原证券

图 56：五月申万行业指数市盈率历史分位数

行业代码	申万行业	最新市盈率	上月市盈率	环比变化	历史分位数	历史平均值	历史最高	历史最低
801050.SI	有色金属	13.3	13.7	-2.7%	0.0%	31.4	60.6	13.3
801950.SI	煤炭	6.3	6.7	-7.3%	0.1%	9.0	13.4	6.2
801730.SI	电力设备	21.9	24.0	-8.9%	1.7%	36.4	58.9	20.3
801780.SI	银行	4.8	4.9	-1.4%	4.6%	6.3	8.3	4.3
801770.SI	通信	29.9	30.2	-1.2%	14.7%	36.5	52.8	23.9
801120.SI	食品饮料	29.7	32.9	-9.6%	16.5%	36.6	63.0	21.2
801110.SI	家用电器	13.8	14.5	-4.8%	17.9%	17.0	30.0	10.6
801170.SI	交通运输	12.9	12.3	4.3%	18.2%	17.3	27.5	11.0
801740.SI	国防军工	55.5	53.9	3.1%	22.2%	61.5	83.3	44.7
801030.SI	基础化工	16.6	14.5	14.6%	30.5%	20.8	37.4	12.5
801150.SI	医药生物	28.8	23.7	21.5%	30.6%	34.4	63.5	20.3
801790.SI	非银金融	14.6	16.6	-11.9%	37.6%	15.7	23.7	11.6
801720.SI	建筑装饰	9.6	10.6	-9.8%	38.8%	10.0	12.9	7.9
801010.SI	农林牧渔	28.4	54.7	-48.0%	43.5%	46.3	133.5	14.9
801960.SI	石油石化	14.1	13.6	3.2%	46.6%	15.2	26.4	9.0
801880.SI	汽车	28.0	28.2	-0.6%	51.8%	25.2	39.0	12.6
801970.SI	环保	22.4	20.5	9.0%	57.0%	21.6	28.0	14.7
801130.SI	纺织服装	24.9	23.1	8.0%	58.1%	25.7	39.6	16.6
801230.SI	综合	42.6	44.8	-4.8%	59.9%	40.4	74.4	23.1
801210.SI	社会服务	83.9	107.9	-22.2%	60.8%	75.8	209.7	24.9
801980.SI	美容护理	47.5	50.9	-6.6%	71.2%	41.5	64.8	25.2
801890.SI	机械设备	30.1	29.6	1.8%	71.6%	28.2	36.0	19.2
801080.SI	电子	43.0	34.9	23.2%	71.6%	36.9	64.7	20.3
801750.SI	计算机	66.9	66.3	0.9%	80.0%	55.8	91.5	34.7
801160.SI	公用事业	25.1	23.9	5.1%	80.1%	21.8	30.1	16.2
801140.SI	轻工制造	29.4	28.2	4.1%	86.1%	23.8	34.3	14.2
801200.SI	商贸零售	36.6	38.6	-5.4%	90.4%	24.7	40.9	13.1
801760.SI	传媒	45.0	45.0	0.0%	90.7%	32.7	62.0	19.5
801180.SI	房地产	13.9	14.2	-2.1%	96.2%	10.0	15.6	6.8
801710.SI	建筑材料	18.4	17.2	6.8%	98.1%	13.7	19.6	10.0
801040.SI	钢铁	22.9	18.7	22.0%	98.7%	11.2	24.1	5.7

资料来源：Wind，中原证券

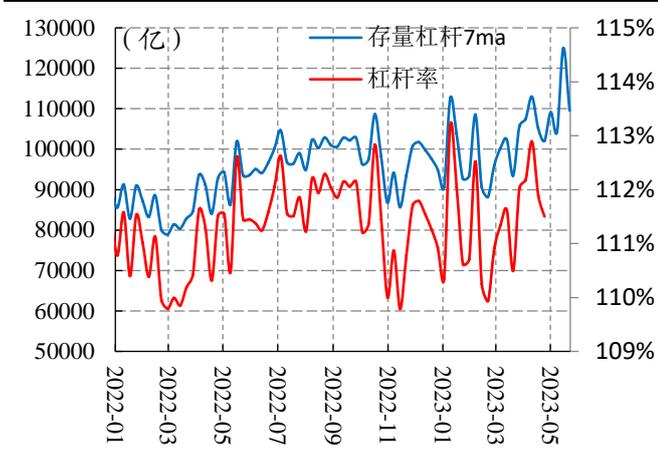
4.2. 债券资产观点：利率恐高，曲线或走平

5月银行间市场存量杠杆延续走高，但杠杆率水平基本平稳。5月五一节后，央行净投放较为克制，以平量对冲到期流为主，但与此同时资金利率快速下探，DR007中枢下行至1.7%附近，可能的原因是：（1）5月债券供给相对较少，月内国债净融资仅767亿，较上月显著下降，地方债净融资5052亿，基本处在平稳水平（2）5月财政支出可能探底上行，释放了部分财政流动性（3）从票据利率的地位运转情况来看，5月整体信贷投放可能较为温和，超储消耗不高。进入月末，准备金考核叠加年度汇算清缴，资金利率有所上移。

曲线形态来看，在5月这一宽松周期中，短端受益十分明显，曲线持续牛陡；IRS1*5Y，IRS现券基差等相对价值品种快速收敛，而多头主导移仓下期货远月明显偏强，TS一度升水形成正套机会；但进入月末，伴随资金利率调整，市场“恐高”情绪开始扩散，出现了一定幅度的调整，但短端品种依然偏强。

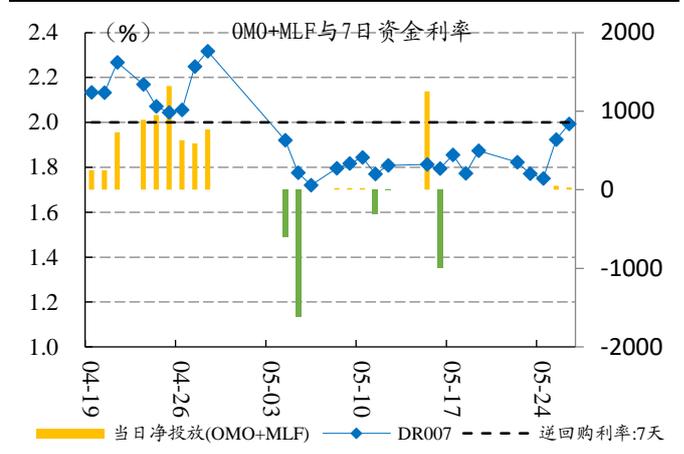
6月资金面来看，央行货币政策的宽松动作依然存疑，但财政支出或会逐步加力，5月末票据的上扬一定程度指向信贷需求的边际改善，资金利率有小幅上移的可能；基本面来看，5月PMI可能延续下移，偏弱的复苏力度依然会对多头有一定支撑，但从点位来看利率已经接近2022年前三季度的低点，利率进一步下探或需要经济动能下滑与货币政策宽松的合力驱动，利率或在2.7%附近形成下探阻力，并向上寻找支撑，这一过程中短端可能受到资金利率上移的冲击，曲线形态也可能会趋于平缓。

图 57：近一个月央行净投放与资金利率



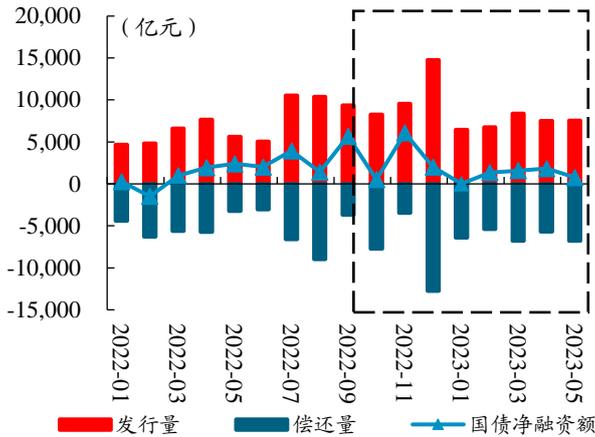
资料来源：Wind，中原证券

图 58：近一个月央行净投放与资金利率



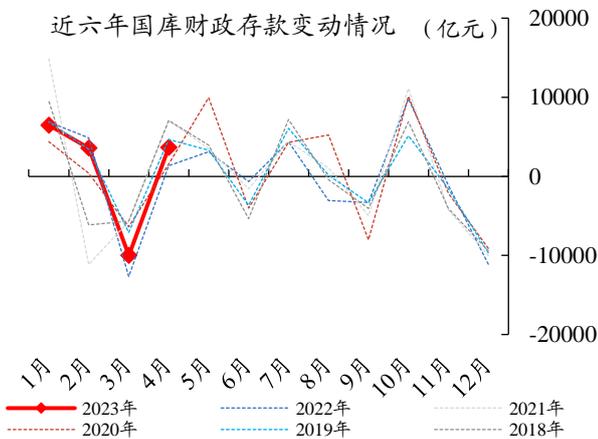
资料来源：Wind，中原证券

图 59：近一个月央行净投放与资金利率



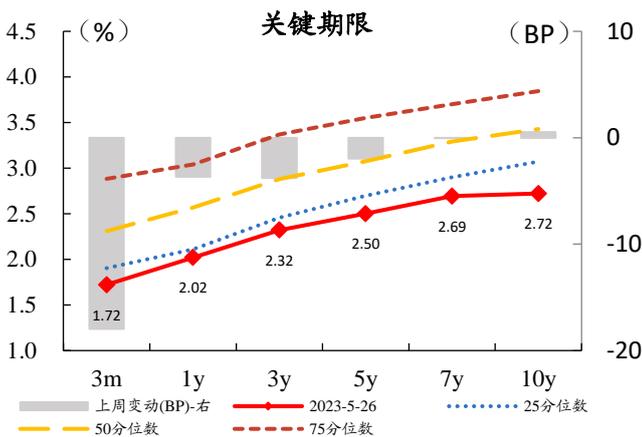
资料来源：Wind，中原证券

图 61：近六年财政国库存款季节性变动



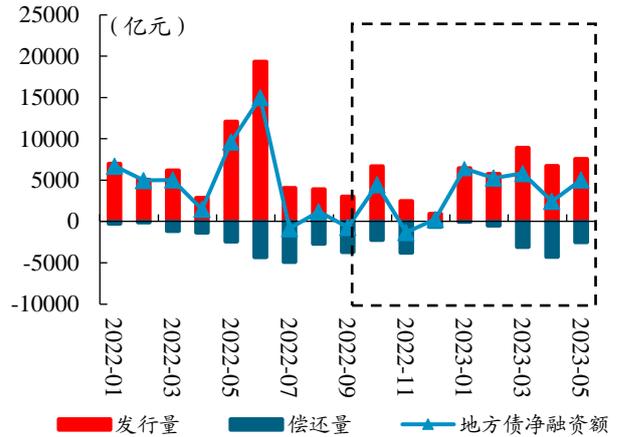
资料来源：Wind，中原证券

图 63：五月第四周收益率曲线关键期限变动



资料来源：Wind，中原证券

图 60：我国国债收益率曲线关键期限变动



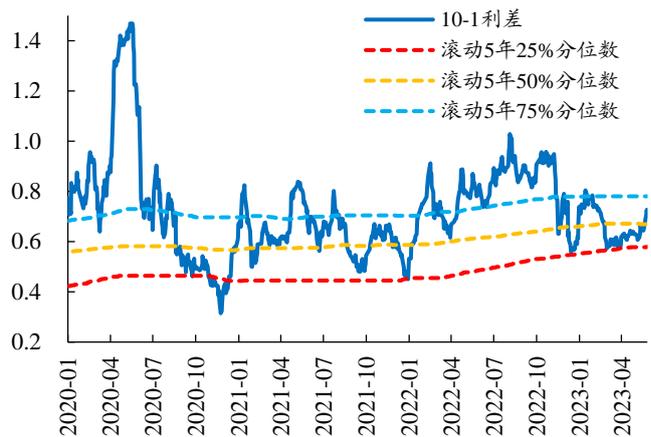
资料来源：Wind，中原证券

图 62：五月 6M 普双国票据转贴现利率



资料来源：Qeubei，中原证券

图 64：10-1 利差历史分位数水平对比



资料来源：Wind，中原证券

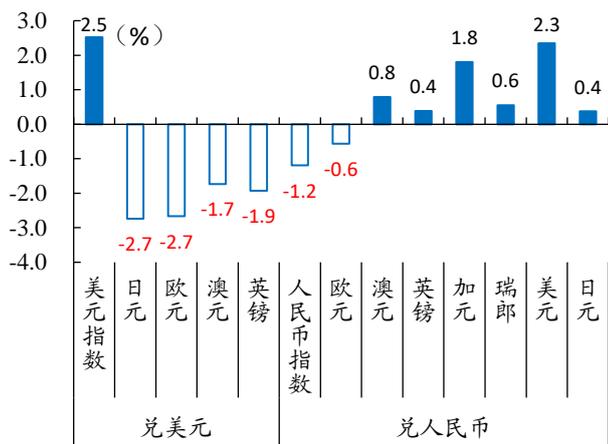
4.3. 汇率资产观点：美元强势或是阶段性的

5 月美国失业数据的韧性，通胀数据的粘性驱动美联储加息预期进一步走高，降息节奏进

一步延后，叠加银行业风险问题影响全球市场的持币偏好，美元指数强劲反弹，主要非美货币对美元悉数贬值；这一过程中美债利率走高，而我国国债利率持续下行，美中利差继续上扬，人民币汇率贬值压力加大，美元兑人民币向上再度突破7关口。

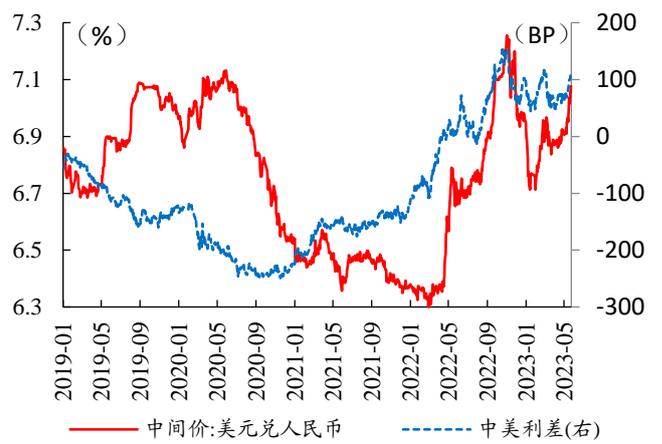
6月来看，市场已经定价美联储加息路径，未来或还有一次25BP加息，但美国经济韧性尚不足以支撑经济的反弹，同时服务业的通胀粘性有所松动，通胀下行节奏可能边际加快；因此进入下半年，美联储仍将逐步转松，美元的强势可能是阶段性的，伴随联储加息触顶，美元或进入弱势周期，建议以黄金对冲美元与人民币的走弱压力。

图 65: 全球主要货币五月汇率变动



资料来源: Wind, 中原证券

图 66: 美债-中债利率 (10Y) 与人民币汇率



资料来源: Wind, 中原证券

4.4. 商品资产观点: 全球工业周期仍待重启, 商品或低位徘徊

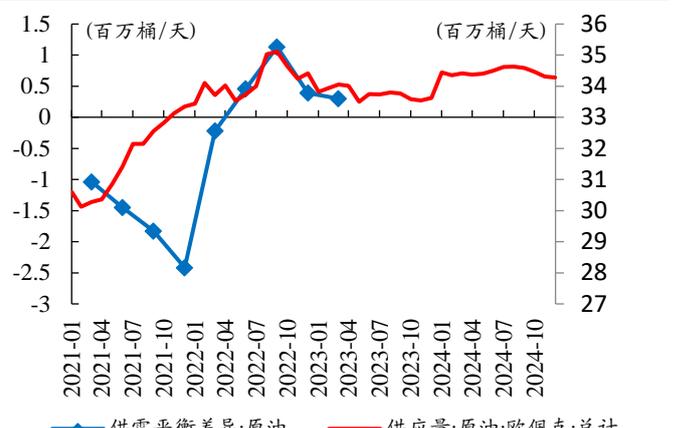
5月商品资产几乎全线下跌, 能源、化工、有色金属均有较大跌幅; WTI原油, LME价格持续走低。供给层面, OPEC按计划减产但规模有限, 库存来看, 商业原油库存增速已经触顶下行, 但对于油价的提振较为有限, 其核心仍是以中美欧为代表的全球工业周期在持续走弱, 能源需求放缓, 表现为全球制造业PMI仍在低位, 这一点与铜的走势逻辑相同; 当前美国、欧洲加息周期延续, 美欧现存的经济韧性也都不足以支撑经济周期的反转, 预计在全球主要经济体进入降息稳增长周期前, 商品价格仍会低位震荡。

图 67: WTI原油与美国商业原油库存同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 68: 原油供需平衡差异与 OPEC 计划供应量



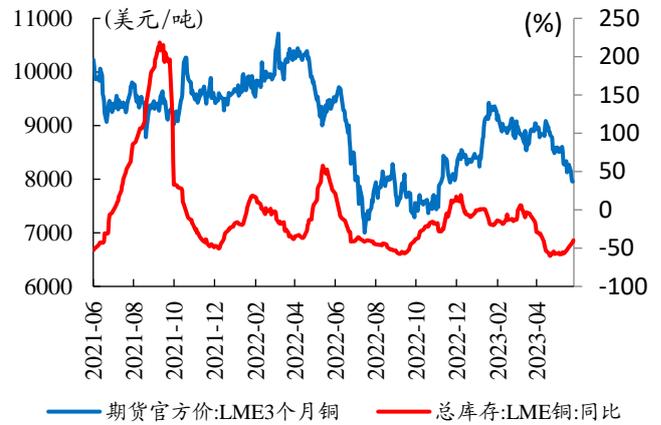
资料来源: Wind, 中原证券

图 69: 全球制造业 PMI 与 WTI 原油价格



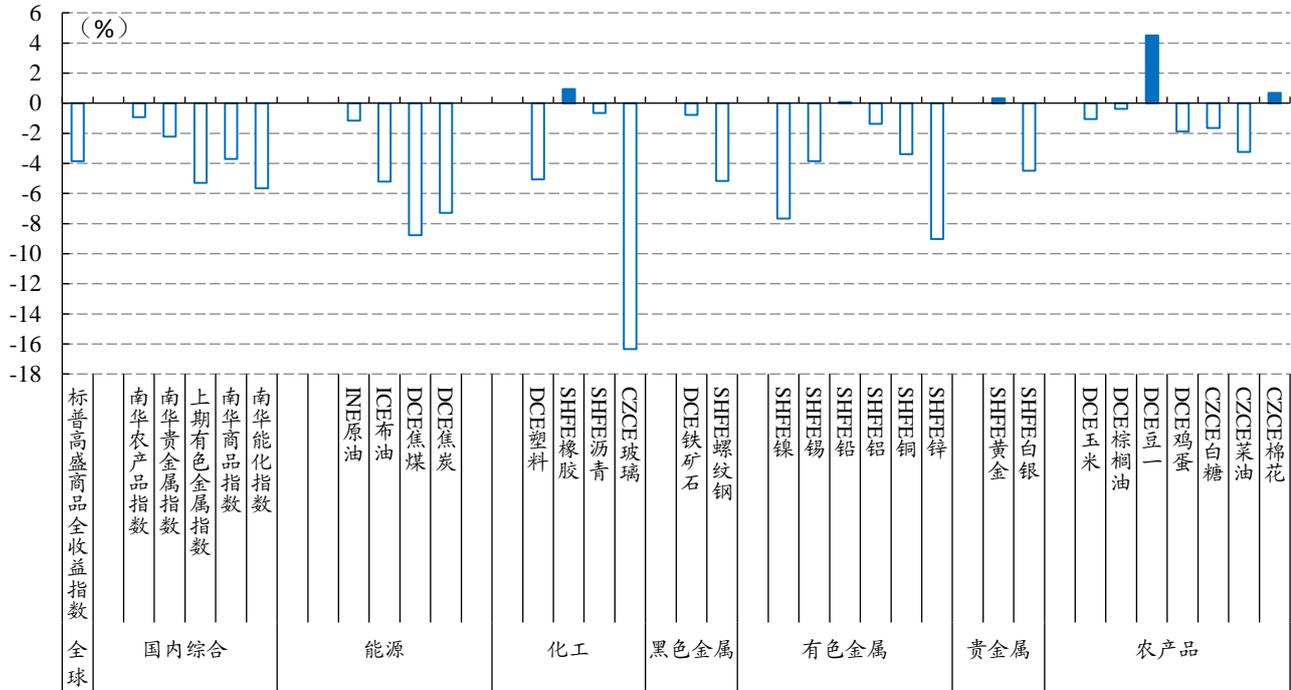
资料来源: Wind, 中原证券

图 70: LME 铜价与 LME 铜库存同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 71: 五月主要大宗商品涨跌幅统计



资料来源: Wind, 中原证券

5. 大类资产配置

建议: 股票 20%, 债券 60%, 商品 20%

6. 风险提示

- (1) 经济复苏存在不确定性
- (2) 疫情影响仍有不确定性

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。